

Redéfinir les placements axés sur la valeur



Source: Adobe Stock

9 décembre 2020

Beutel Goodman
Équipe des actions américaines et
internationales

« Plusieurs chemins mènent à Rome », comme on dit : il y a de nombreuses façons différentes d'atteindre un but. Cet adage est peut-être vrai pour de nombreux aspects de nos vies, mais il ne reflète pas notre vision des placements. Bien qu'il existe de nombreux styles et méthodes de placement différents, nous pensons avoir trouvé la meilleure façon de nous rendre à Rome : notre processus de placement axé sur la valeur. Ce processus fondamental et ascendant, auquel nous adhérons rigoureusement, a joué et continuera de jouer un rôle crucial dans notre succès à long terme en matière de placement.

En respectant les contraintes de notre processus simple, élégant et, surtout, reproductible, notre rôle principal est d'être des analystes exceptionnels qui honorent ce processus grâce à des placements dignes de Beutel Goodman. Nous sommes résolument dogmatiques lorsque nous disons que notre processus est le meilleur moyen d'atteindre l'excellence en matière de placement à long terme pour nos clients. Cette croyance s'exprime dans tous nos choix d'actions, dans chacun de nos fonds d'actions américaines et internationales et chez tous les analystes de notre équipe.

Toutefois, compte tenu de l'écart considérable qui s'est creusé entre les placements axés sur la croissance et ceux axés sur la valeur au cours des dix dernières années, certains se questionnent encore une

fois quant à savoir si les placements axés sur la valeur (et par extension, notre processus) fonctionnent toujours. Bien qu'une telle question pourrait en pousser plusieurs à réagir sur la défensive, ce n'est pas le style de Beutel Goodman. En fait, notre processus est conçu précisément pour limiter nos réactions émotionnelles.

En plus d'être disciplinés, nous sommes aussi des investisseurs autonomes. Les indices de référence ne définissent pas notre méthode de placement, et leur évolution ne change en rien notre manière d'investir. Nos objectifs sont absolus, tout comme notre approche. Nous ne nous préoccupons donc pas du débat sur la popularité des placements axés sur la valeur et, en fait, nous le trouvons passablement malavisé.

Réorienter le débat sur la préférence envers la croissance ou la valeur

Il y a deux raisons principales pour lesquelles nous pensons qu'il faut réorienter le débat sur la croissance par rapport à la valeur. Premièrement, il existe de nombreuses définitions des placements axés sur la valeur. Voici quelques-unes des grandes catégories de styles de placements axés sur la valeur :

- **Valeur fondamentale :** Dans le cas des placements axés sur la valeur fondamentale, on a tendance à mettre l'accent sur l'évaluation actuelle plutôt que sur des facteurs comme la qualité, la solidité du bilan, l'harmonisation avec les actionnaires, le positionnement de l'entreprise sur le marché et la structure du secteur. Une sous-évaluation importante est interprétée comme reflétant déjà les lacunes perçues du bilan, du positionnement de l'entreprise sur le marché ou de la structure du secteur, et offre ainsi une marge de sécurité en cas de baisse, ainsi que la possibilité d'une hausse importante en cas d'amélioration de la situation.
- **Valeur relative :** Cette approche vise davantage le rendement relatif supérieur d'une action par rapport à ses pairs. On met beaucoup moins l'accent sur la valeur absolue et plus sur l'achat de titres qui se négocient à

un cours inférieur à ce que le marché est prêt à payer pour des entreprises semblables.

- **Approche indicielle en matière de valeur :** Il y a aussi un grand nombre d'investisseurs axés sur la valeur qui font appel à une combinaison de valeur relative et fondamentale, mais qui, en fait, investissent en tenant compte de leurs indices de référence de valeur et rationalisent leurs décisions en fonction de leur « surpondération » ou de leur « sous-pondération » d'une action ou d'un secteur. Essentiellement, ce sont des investisseurs axés sur la conjoncture macroéconomique qui appliquent leurs points de vue macroéconomiques ou en matière de répartition sectorielle à un schéma de valeur de référence.

Dans le cadre de son approche de placements axés sur la valeur, Beutel Goodman ne correspond à aucun de ces « moules » traditionnels.

La deuxième raison pour laquelle nous voulons redéfinir le débat sur la croissance par rapport à la valeur, c'est que nous gérons des portefeuilles concentrés et à forte conviction qui sont entièrement indépendants de tout indice de référence, y compris ceux axés sur la valeur. Bref, nous ne détenons pas le marché. Nous détenons de 25 à 35 entreprises qui, à notre avis, lequel s'appuie sur des lignes directrices strictes en matière de recherche de placements, sont des perles rares. Par conséquent, notre part active est toujours élevée par rapport à n'importe quel indice de référence. Notre portefeuille d'actions américaines est presque aussi différent de l'indice de valeur Russell 1000 que de l'indice de croissance Russell 1000. Par conséquent, si la valeur accuse un retard important par rapport à la croissance, cela ne signifie pas que nous, en tant qu'investisseurs axés sur la valeur, obtiendrons nécessairement un rendement inférieur à celui des investisseurs axés sur la croissance, et vice versa. Encore une fois, nous adoptons une méthode absolue en matière de placement dans le but d'offrir une protection contre les pertes et un rendement corrigé du risque supérieur à long terme.

Nous avons notre propre définition de la valeur

Nous faisons appel à une méthode de placement unique, qui s'appuie sur une mentalité axée sur la recherche d'entreprises exceptionnelles que nous pourrions détenir pour toujours, tant que leurs évaluations ne deviennent pas excessives. Si nos thèses de placement à l'égard de la plupart de ces entreprises de qualité sont correctes, et si nous limitons les risques de pertes de celles pour lesquelles nous nous trompons (et il nous arrive de nous tromper!), alors nos clients obtiendront de bons résultats à long terme.

Nous croyons que cette perspective simple est néanmoins incroyablement puissante. Elle nous permet de nous concentrer intensément sur nos placements actuels et sur la recherche des 25 à 35 prochaines perles rares susceptibles d'atteindre nos taux de rendement minimaux en placement. Nous nous préoccupons peu ou pas des titres que nous ne détenons pas et nous décidons souvent d'éviter certaines actions qui se comportent bien si la qualité de l'entreprise ne respecte pas nos critères élevés ou ne dispose pas de la marge de sécurité nécessaire pour assurer une protection contre les pertes. Nous misons plutôt sur le fait de bien choisir les actions dans lesquelles nous investissons et de dénicher le prochain lot d'entreprises à ajouter à nos listes de surveillance.

L'équation de la valeur de Beutel Goodman

Notre définition d'un placement axé sur la valeur est une entreprise de qualité qui se négocie à un cours nettement inférieur à sa valeur intrinsèque. Mais comment estime-t-on la qualité d'une entreprise, et comment quantifie-t-on un cours nettement inférieur?

Miser sur la valeur, sans jamais sacrifier la qualité

Pour nous, une entreprise de qualité est une entreprise qui génère des flux de trésorerie libres élevés et durables au cours d'un cycle économique. De nombreuses entreprises peuvent générer des flux de trésorerie libres élevés sur de courtes périodes; c'est pourquoi la « qualité » est

importante. Les entreprises de qualité peuvent maintenir un rendement élevé sur le capital investi, et par conséquent des flux de trésorerie libres élevés, sur de plus longues périodes. Notre vision de la qualité est fondée sur les principes financiers et concurrentiels suivants.

1. Plus le niveau de **capital** et de **levier** (endettement) nécessaire pour générer des flux de trésorerie libres élevés et durables est faible, plus l'entreprise est attrayante. C'est-à-dire que nous recherchons des entreprises dont le rendement sur le capital investi est élevé et qui limitent l'utilisation de l'effet de levier comme outil d'exploitation, puisque ce dernier peut, à long terme, amplifier le risque plus que les gains. L'attrait des entreprises à rendement élevé s'explique facilement : une entreprise qui a besoin d'un investissement de 4 \$ pour produire 1 \$ de flux de trésorerie libre est beaucoup plus attrayante qu'une entreprise qui a besoin d'un investissement de 8 \$ pour produire 1 \$ de flux de trésorerie libre. Cet écart dans le rendement sur le capital investi tend à donner lieu à des ratios d'évaluation plus élevés. Pour chaque dollar supplémentaire investi, il y a davantage de flux de trésorerie disponibles pour augmenter la valeur pour les actionnaires par le biais de réinvestissements dans l'entreprise, de dividendes plus élevés, de rachats d'actions et de l'acquisition d'autres entreprises.
2. La capacité d'une entreprise de **maintenir** des flux de trésorerie et des rendements élevés est une variable essentielle de notre définition d'une entreprise de qualité. La durabilité découle d'un solide positionnement de l'entreprise sur un marché qui présente d'importantes barrières à l'entrée. Nous aimons investir dans des entreprises sur des marchés oligopolistiques. Les entreprises dont la concurrence n'est pas fragmentée, qui dominent un créneau particulier du marché ou qui présentent des obstacles structurels élevés à l'entrée peuvent maintenir des rendements élevés sur de longues périodes.

3. Un autre facteur déterminant d'une entreprise de qualité est l'**harmonisation** de ses dirigeants. Tous les flux de trésorerie que génère une entreprise sont inutiles si une mauvaise direction les gaspille en faisant de mauvaises acquisitions ou en investissant dans les mauvais secteurs. Cela se produit plus souvent lorsque la direction néglige de s'harmoniser avec les intérêts des actionnaires. Par exemple, si les dirigeants sont payés pour prendre de l'expansion à n'importe quel prix, ils investiront tout le capital nécessaire pour atteindre leurs objectifs de croissance, aussi destructeurs soient-ils pour le bilan ou la viabilité à long terme de l'entreprise.

Cours nettement inférieur = rendement de 50 % par rapport à la valeur intrinsèque

Les méthodes d'évaluation relatives sont relatives par définition : elles évoluent avec le temps et selon les points de vue sur la variation de la valeur en fonction de la dérive des marchés. Nous sommes des investisseurs axés sur l'absolu. Nous nous concentrons sur les cours absolus des actions et ne nous préoccupons pas des fluctuations à grande échelle des marchés. Nous nous efforçons de gérer ce que nous pouvons contrôler directement et d'éviter d'accorder de l'importance aux variables qui échappent à notre contrôle. Si nous sommes satisfaits des rendements absolus qu'offrent les entreprises de qualité, nous n'avons pas besoin de tenter d'anticiper le moment où les marchés seront prêts à payer trop cher pour leurs actions. Nous savons ce que nous ne savons pas, c'est-à-dire que nous sommes conscients que le processus décisionnel contient trop de variables pour que l'on soit en mesure d'anticiper correctement l'évolution des évaluations à court terme. Plus le nombre de variables est élevé, plus la probabilité de réussite est faible. Nous n'aimons pas les probabilités presque nulles. À notre avis, la meilleure façon de gagner est de s'abstenir de parier.

Nous nous concentrons donc sur ce que nous pouvons le mieux contrôler en tant qu'investisseurs, c'est-à-dire la valeur intrinsèque,

que nous définissons comme la valeur actuelle des flux de trésorerie libres et durables. Pour nous, un cours nettement inférieur à la valeur intrinsèque correspond à un escompte d'un tiers de la valeur sur un cycle de placement de trois ans, ou, autrement dit, à un rendement de 50 % par rapport à la valeur intrinsèque. Nous n'investissons dans aucune action qui, selon nos modèles, ne sera pas en mesure de dégager au moins un tel rendement à notre cours cible.

La raison pour laquelle nous avons choisi 50 % comme seuil de rendement ne surprendra personne. Nous avons délibérément fixé un taux minimal élevé pour nous assurer que seules les idées de la plus haute qualité seront admissibles. En plus de créer une barrière de taille, ce seuil est une excellente façon d'offrir une protection contre les pertes. Par exemple, si nous parvenons à dénicher une entreprise de qualité qui se négocie à un escompte de 50 % par rapport à notre estimation de sa valeur intrinsèque, les pertes devraient être limitées pour les investisseurs. Nous recherchons un ratio d'encaissement des hausses/baisses de 3:1 afin d'offrir une solide marge de sécurité. Peu importe la raison pour laquelle nous avons choisi 50 %, ce seuil a toujours bien servi nos clients à long terme.

Se poser la bonne question

Plutôt que de se tenter de déterminer si les placements axés sur la croissance sont préférables à ceux axés sur la valeur et vice versa, nous croyons que le débat devrait porter sur la coexistence des facteurs de croissance, de qualité et de valeur dans le secteur des placements. Ces trois éléments sont d'une importance capitale.


Considérant que nous sommes des investisseurs axés sur la valeur, vous aurez peut-être du mal à croire que nous défendons la pertinence de la croissance. Précisons que nous ne défendons pas les actions à ratios élevés dont le cours reflète des prévisions de croissance élevées et à long terme (soit pratiquement perpétuelles, dans les marchés d'aujourd'hui) qui seront très difficiles à atteindre. Nous défendons la notion selon laquelle

la croissance est importante pour la création de valeur et la détermination de la valeur d'une entreprise. Nous n'investissons pas dans des entreprises en déclin, mais nous ne craignons pas d'investir dans des entreprises qui font face à des baisses en raison de la cyclicité du marché final, tant que leurs perspectives de croissance à long terme sont claires et positives. La croissance est essentielle comme levier pour, à tout le moins, maintenir la rentabilité et les flux de trésorerie, et peut agir comme un multiplicateur qui aide à augmenter les rendements en tirant davantage parti des dépenses d'exploitation et en capital.

La **qualité** est également essentielle, car les entreprises à rendement élevé valent plus que les entreprises à faible rendement. Une entreprise qui génère des rendements élevés peut être peu coûteuse si son titre se négocie à 13x les flux de trésorerie libres, tandis qu'une entreprise à faible rendement peut être coûteuse si son titre se négocie à 8x les flux de trésorerie libres. Lorsque le rendement est inférieur au coût du capital, plus une entreprise de mauvaise qualité croît rapidement, moins elle vaut!

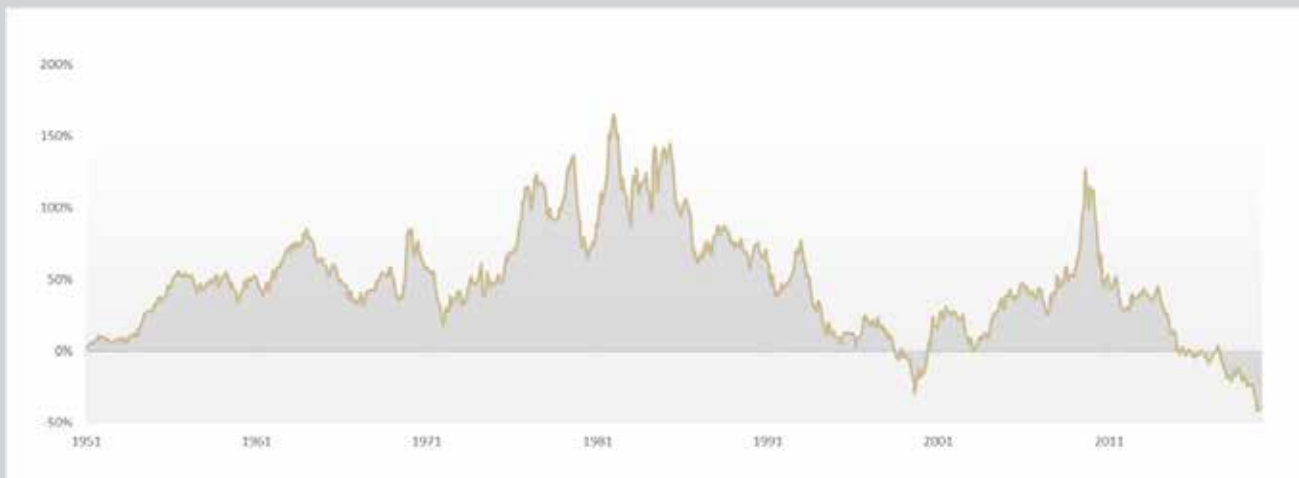
Enfin, la **valeur** est essentielle pour décider où investir le capital des clients. Investir ne consiste pas seulement à dénicher d'excellents modèles d'affaires dans d'excellents marchés finaux qui présentent d'importantes barrières à l'entrée permettant de défendre la rentabilité des entreprises. Le prix que vous payez pour la croissance et la rentabilité implicites d'une entreprise est tout aussi important à long terme que l'évolution de cette croissance et de cette rentabilité. C'est un concept simple que la plupart décident pourtant d'ignorer dans les marchés vigoureux.

Les évaluations élevées exigent non seulement une forte croissance pour perdurer, mais également un rendement élevé sur le capital investi, ainsi qu'une croissance et un rendement durables sur un très long horizon de placement. Nous croyons qu'il est difficile de prévoir avec précision des facteurs comme la croissance d'une entreprise dans sept ans. En outre, plus vous prévoyez des taux élevés de croissance et de rendement sur le capital investi, plus votre marge de sécurité diminue. Les entreprises de qualité peuvent continuer de bien se comporter, même dans les situations où elles font face à des ratios d'évaluation plus faibles en raison, par exemple, de préoccupations liées à l'ampleur et à la longévité de la croissance et des rendements. Les entreprises qui parviennent à augmenter leurs bénéfices à un taux de croissance de 10 % avec un taux de rendement sur le capital investi (RCI) de 25 % et plus pendant 20 ans sont extrêmement rares, mais un grand nombre d'entreprises qui se trouvent dans un tel scénario sont actuellement offertes à escompte sur le marché. On peut ignorer les évaluations pendant relativement longtemps, mais les paramètres fondamentaux finiront par prévaloir, et il n'y aura plus d'investisseurs prêts à surpayer pour ces actions.

Peu importe qui gagne le débat sur la croissance par rapport à la valeur à un moment donné, nous pensons que notre style de placement axé sur la valeur continuera d'offrir de solides rendements à long terme tout en protégeant le capital. 

Rendement relatif des actions ayant un faible ratio cours/flux de trésorerie par rapport aux actions ayant un ratio cours/flux de trésorerie élevé

Soit dit en passant, même si ce n'est pas pertinent dans le cadre du présent article, il vaut peut-être la peine de souligner qu'à long terme, les résultats sont loin d'être équivalents. Si nous regardons où nous nous situons aujourd'hui en ce qui concerne la célèbre analyse historique selon le modèle de Fama et French – qui mise sur un placement dans des entreprises ayant un faible ratio cours/flux de trésorerie, plutôt que sur un placement dans des entreprises affichant un ratio cours/flux de trésorerie élevé –, les placements axés sur la valeur remportent la palme haut la main. Les seules périodes où les placements axés sur la croissance ont pris les devants ont été à la fin des années 1990, pendant la bulle technologique (qui n'a pas donné un bon résultat pour les investisseurs axés sur la croissance après son éclatement), et au cours des quelques dernières années. Les placements axés sur la valeur ne comptent peut-être pas sur de longues périodes, mais d'un point de vue historique, leur importance est indéniable à long terme, et l'excellence en matière de placement à long terme demeure notre priorité. Nous croyons que nous disposons du processus requis et faisons preuve de la rigueur en matière de placement nécessaire pour atteindre cette excellence et, par conséquent, nous rendre à Rome.



Source : Société Générale, Fama et French. Données utilisées avec l'autorisation expresse de Kenneth R. French

©2020 Beutel, Goodman & Compagnie Ltée. Ne pas reproduire, distribuer, vendre ou modifier sans l'approbation écrite préalable de Beutel, Goodman & Company Ltée. Les opinions et estimations contenues dans le présent document sont fournies au 9 décembre 2020 et sont sujettes à changement sans préavis.

Les renseignements contenus dans ce document ne constituent pas des conseils juridiques, financiers, comptables, fiscaux, liés aux placements ou autres, et ne doivent pas servir de fondements à de tels conseils. Il ne s'agit pas d'une invitation à acheter ou négocier des titres. Beutel, Goodman & Company Ltée ne cautionne ni ne recommande les titres dont il est question dans le présent document.

Certaines parties de ce commentaire peuvent contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs comprennent des déclarations qui sont de nature prévisionnelle, dépendent de conditions ou d'événements futurs ou s'y rapportent, ou comprennent des termes tels que « s'attendre à », « anticiper », « avoir l'intention de », « planifier », « croire » et « estimer », et d'autres expressions prospectives similaires. De plus, toute déclaration portant sur le rendement, les stratégies et les perspectives ou sur des mesures pouvant être prises à l'avenir par [le Fonds] constitue aussi un énoncé prospectif. Les énoncés prospectifs reposent sur les attentes actuelles et les prévisions d'événements futurs et sont, de par leur nature, assujettis, entre autres, à des risques, incertitudes et hypothèses qui peuvent modifier de façon importante les événements, les résultats, le rendement ou les perspectives réels qui ont été énoncés de manière expresse ou tacite dans les énoncés prospectifs.

Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent notamment les conditions économiques, politiques et des marchés, à l'échelle nationale et internationale, les taux d'intérêt et de change, les marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, les changements technologiques, les changements sur le plan de la réglementation gouvernementale, les décisions judiciaires ou réglementaires inattendues et les catastrophes. Cette liste de facteurs importants n'est pas exhaustive. Veuillez examiner attentivement ces facteurs et d'autres avant de prendre une décision de placement et évitez de vous fier indûment aux énoncés prospectifs. Beutel Goodman n'a pas l'intention de mettre à jour les énoncés prospectifs à la lumière de nouveaux renseignements, d'événements futurs ou autres.